



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2008

---

## **Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären**

Nobel, Peter

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-17378>

Journal Article

Published Version

Originally published at:

Nobel, Peter (2008). Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären. Jusletter:1- 7.

Prof. Dr. rer. publ. Peter Nobel

## **Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären**

---

Im Bereich der Offenlegungsvorschriften hat der Sulzer-Fall eine beachtliche gesetzgeberische Aktivität losgetreten und zu eiligen Revisionen sowohl des BEHG (Art. 20 und 31 Abs. 1) als auch der Offenlegungsregeln der BEHV-EBK geführt. Nachdem eine erste Teilreform auf den 1. Juli 2007 in Kraft getreten war, folgte per 1. Dezember 2007 eine zweite; weitere Änderungen sind vorgesehen (Wertpapierleihe). Der Autor setzt sich kritisch mit den einzelnen Reformpunkten auseinander; ob dieses aufgeregte Legiferieren letztlich aber nicht bloss als Sturm im Wasserglas daherkommt, wird die Zukunft noch weisen müssen.

---

Rechtsgebiet(e): Aktienrecht; Wertpapierrecht

Zitiervorschlag: Peter Nobel, Revision der Bestimmungen zu den Meldepflichten von Aktionären, in: Jusletter 4. Februar 2008

## Inhaltsübersicht

1. Nachholbedarf
2. Neuerungen bei der Meldepflicht
3. Vielzahl von Schwellenwerten
4. Suspendierung des Stimmrechts
5. Anpassungen der BEHV-EBK ans Kollektivanlagengesetz
6. Fazit: Ein Sturm im Wasserglas

## 1. Nachholbedarf

[Rz 1] Während im Bereich der Übernahmekommission (UEK) seit langem Hochbetrieb bei der Praxisentwicklung herrschte, war es um die unter Ritzung des Gesetzes (vgl. Art. 20 und 23 BEHG, sowie 22 und 35 BEHV-EBK) analog konzipierte Meldestelle ruhig geblieben – konzeptionell und aktuell. Für solche Säumnis zahlt man nun den Preis eines Nachholschubes. Anlass waren die sich in mehreren Fällen (Saurer, Implenia, Sulzer) verdichtenden Verdachtsgründe, dass bedeutende Beteiligungen in an verschiedenen Orten portionierten Segmenten aufgebaut und dann schlagartig zusammengezogen wurden. Des Weitern spielte aber auch der parlamentarische Enthusiasmus im Wahljahr eine Rolle. Schliesslich erforderte das Kollektivanlagengesetz (KAG), welches am 1. Januar 2007 in Kraft getreten war, einige Änderungen.

## 2. Neuerungen bei der Meldepflicht

[Rz 2] Nachdem eine erste Reform im Bereich der Meldebestimmungen der BEHV-EBK per 1. Juli 2007 vorgenommen worden war, trat nun am 1. Dezember 2007 der weitgehend revidierte Art. 20 BEHG und eine weitere substantielle Änderung der BEHV-EBK in Kraft. Weitere Revisionen werden in diesem Jahr folgen, nachdem die Wertpapierleihe und die Gesamtregelung der Finanzinstrumente aufgrund der Vernehmlassung einer vertieften Abklärung bedürfen.

[Rz 3] Die erste Reform hat die Voraussetzung gestrichen, Derivatgeschäfte nur dann der Meldepflicht zu unterstellen, wenn sie eine Realerfüllung vorsahen oder zulieszen. Damit zielte man vor allem darauf ab, auch Cash-Settlement-Derivate zu erfassen und zwar deshalb, weil am Ende dann doch nicht «cash», sondern Aktien erworben werden können, die dem Emittenten als Absicherung dienten. Sodann wurde die Freigrenze von 5%, die ursprünglich zugunsten der Handelsbestände der Banken eingeführt worden war, gestrichen (alles in Art. 13 BEHV-EBK).

## 3. Vielzahl von Schwellenwerten

[Rz 4] Die Revision von Art. 20 BEHG führte erstens einen (aufgeregten, aber nutzlosen) Schwellenwert von 3% ein und übernahm dann auch die «europäischen» Schwellenwerte (die im Bereich von virt-x [ab 3. März 2008 «SWX Europe»] eine Rolle spielen) von 5 und 15%; die überdimensionier-

te Reihe lautet nun: 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 und 66 2/3%.

[Rz 5] Spannend ist der der neue Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG:

«Als indirekter Erwerb gelten namentlich auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben.

[Rz 6] Da die Bestimmung sich auf Kaufangebote bezieht, hat man Mühe, die systematische Positionierung zu verstehen. Es ist aber so, dass die Meldepflicht nur besteht, wenn der Erwerb der Finanzinstrumente im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erfolgte. Sie hat demnach nichts mit der Umschreibung des indirekten Erwerbes im Meldebereich nach Art. 9 Abs. 3 BEHV-EBK zu tun. Dort hätte ja bereits die Generalklausel von Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-EBK genügt («alle anderen Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können»). Im Übernahmebereich hat die UEK materiell einen Optionserwerb bereits als indirekten Erwerb qualifiziert (vgl. Empfehlung II der UEK i. S. Saurer vom 31. Oktober 2006, E. 3.2.4.4).

[Rz 7] Es ist also durchaus möglich, dass diese Revision, mag sie auch der Klarstellung dienen, letztlich ins Leere läuft. Das könnte eine Lehre gegen schnelles Legiferieren sein.

## 4. Suspendierung des Stimmrechts

[Rz 8] Im BEHG wurde sodann mit Art. 20 Abs. 4<sup>bis</sup> eine durch den Richter auszusprechende Stimmrechtssperre, und zwar für maximal fünf Jahre, auch bei Verletzungen der Meldepflicht eingeführt. Die EBK (ab 2009 «FINMA») hätte es geschätzt, diese Kompetenz bei ihr zu wissen. Antragsberechtigt sind die Aufsichtsbehörde, die Gesellschaft oder ein Aktionär. Erfolgte der Erwerb im Hinblick auf ein öffentliches Übernahmeangebot, so ist auch die UEK antragsberechtigt. Die Bestimmung wird mit derjenigen von Art. 32 Abs. 7 BEHG zu koordinieren sein. Die exorbitante Strafnorm von Art. 41 BEHG (Busse bis zum doppelten Wert des nicht gemeldeten Bestandes) bleibt aber.

[Rz 9] Umstritten ist in Bezug auf die neue Norm zur Stimmrechtssperre bereits jetzt die Frage der Rückwirkung. Die Lösung kann sich aus der Qualifikation der Norm ergeben. Ist es eine strafrechtlich aufzufassende Sanktion, so ist keine Rückwirkung anzunehmen; handelt es sich hingegen um eine Marktordnungs- und Schutznorm – nämlich ein Stillhaltegebot bei Beteiligungen, wo mittels intransparentem Vorgehen der Preismechanismus auf dem Börsenmarkt beeinträchtigt wurde – darf eine Rückwirkung angenommen werden.

## 5. Anpassungen der BEHV-EBK ans Kollektivanlagengesetz

[Rz 10] Die EBK hat ihrerseits die BEHV-EBK erneut

ausgebaut. Dabei geht es aber in grösserem Umfang um die Regelung der Probleme, welche mit dem KAG verbunden sind, wobei vor allem festgelegt wird, wer die Meldepflichten zu erfüllen hat und dass diese grundsätzlich pro Fonds oder auch Teilvermögen gelten.

[Rz 11] In Bezug auf Finanzinstrumente wird einmal erklärt, dass auch Geschäfte gemäss Art. 20 Abs. 2<sup>bis</sup> BEHG meldepflichtig seien (Art. 13 Abs. 1<sup>ter</sup> BEHV-EBK). Die Ausnahme für Banken- und Effekthändler (die anfänglich gestrichen wurde, da die Norm allgemein war) wird in einem neuen Art. 16a BEHV-EBK insgesamt auf 10% erweitert (5% Handelsbestand, 5% Effektenleihen und Sicherungsübereignungen), allerdings unter dem Vorbehalt, dass «für diese Anteile keine Absicht besteht, die Stimmrechte auszuüben (oder anderweitig auf die Geschäftsführung des Emittenten Einfluss zu nehmen)». Diese Sonderbehandlung der Banken fusst auf einer neuen Kompetenzbestimmung im BEHG, nämlich Art. 20 Abs. 5, wonach Banken im Einklang mit «internationalen Standards» Ausnahmen gewährt werden können.

## **6. Fazit: Ein Sturm im Wasserglas**

[Rz 12] Schaut man sich das alles an, so haben die Bestimmungen – abgesehen von den notwendigen, aber ausserhalb des politischen Anlasses liegenden Regeln infolge des KAG – verschiedene Klärungen und Präzisierungen gebracht. Was aber letztlich stattgefunden hat, war ein Sturm im Wasserglas. Auf der anderen Seite drängt es sich wirklich auf, sich mit der Meldung von Finanzinstrumenten intensiv zu befassen; das Feld ist dornenreich, denn es ist gerade der Transparenz wenig dienlich, wenn letztlich mehr als 100% des Stimmkapitals einer Gesellschaft gemeldet wird.

---

Der Autor, Prof. Dr. rer. publ. Peter Nobel, ist Professor an den Universitäten Zürich und St. Gallen und Rechtsanwalt in Zürich. Von 1988 bis 2000 war er Mitglied der Eidgenössischen Bankenkommission. Er betreut für Jusletter die Redaktion «Finanz- und Kapitalmarktrecht».

\* \* \*